

**Mišljenje Europskog gospodarskog i socijalnog odbora o „Prijedlogu uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o izmjeni Uredbe (EU) br. 596/2014 i Uredbe (EU) 2017/1129 u pogledu promicanja upotrebe rastućih tržišta malih i srednjih poduzeća (MSP-ova)”**

(COM(2018) 331 final – 2018/0165 (COD))

(2018/C 440/12)

Izvjestitelj: **Mihai IVAȘCU**

Zahtjev za savjetovanje:	Europski parlament, 11.6.2018. Vijeće, 21.6.2018.
Pravni temelj:	članak 114. Ugovora o funkcioniranju Europske unije
Nadležna stručna skupina:	Stručna skupina za jedinstveno tržište, proizvodnju i potrošnju
Datum usvajanja u Stručnoj skupini:	4.9.2018.
Datum usvajanja na plenarnom zasjedanju:	19.9.2018.
Plenarno zasjedanje br.:	537
Rezultat glasovanja (za/protiv/suzdržani):	196/1/1

## 1. Zaključci i preporuke

1.1. EGSO podupire prijedlog Komisije da se tržišta kapitala pretvore u vjerodostojnu alternativu financiranju i vjeruje da bi ravnotežu trebalo postići između triju glavnih ciljeva prijedloga: rasta tržišta MSP-ova, smanjenja opterećenja i povećanja razine likvidnosti. Europska komisija (EK) ne smije prekomjerno regulirati, već treba zadržati razinu prepreka uz pomoć kojih će se obeshrabriti nepripremljena poduzeća.

1.2. EGSO izražava svoje uvjerenje da trenutačni prijedlog, iako predstavlja korak u pravom smjeru, nije dovoljan za rješavanje postojećih prepreka na rastućim tržištima MSP-ova. Iako doista postoji potreba za sveobuhvatnim pristupom, svaki zasebni korak mora imati svoju vlastitu težinu.

1.3. U usporedbi s poduzećima u Sjedinjenim Američkim Državama, poduzeća u EU-u u puno većem broju kao opcije financiranja i dalje traže bankovne kredite, ponekad čak i uz prihvaćanje značajnih dodatnih troškova. Potrebno je dodatno financijsko obrazovanje jer se javna tržišta EU-a suočavaju s poteškoćama u privlačenju novih izdavatelja, a broj inicijalnih javnih ponuda (IPO) nije značajno narastao.

1.4. EGSO ustraje u svojim prethodnim stajalištima da su niska razina komunikacije <sup>(1)</sup> i birokratski pristupi <sup>(2)</sup> značajne prepreke te da je mnogo više napora potrebno uložiti za savladavanje tih zapreka. Komunikacija iz Bruxellesa uvijek bi trebala biti usmjerena na dno lanca odnosno same MSP-ove, i to uključujući udruženja MSP-ova, socijalne partnere, gospodarske komore itd.

1.5. Prijedlog da se zadrži samo popis stalnih upućenih osoba za MSP-ove i predloženo produljenje roka za dva dana za javno objavljivanje transakcija osoba na rukovodećim položajima nadasve su poželjni. U vezi s tim, EGSO EK-u može samo predložiti da istraži daljnje metode uklanjanja opterećenja MSP-ovima i njihovog prijenosa na druge dionike poput nacionalnih nadležnih tijela.

<sup>(1)</sup> SL C 345, 13.10.2017., str 15.

<sup>(2)</sup> SL C 345, 13.10.2017., str 15.

1.6. Dorađeni prospekt doista predstavlja značajno smanjenje opterećenja, no EGSO smatra da bi trebalo razmotriti daljnje mogućnosti postupnog pojednostavljenja prospekta o prijenosu trgovačkim društvima koja su dokazala svoju zrelost tako što su uvrštena na popis rastućih tržišta MSP-ova na veliki broj godina.

1.7. EGSO podržava predložene promjene u okviru režima istraživanja tržišta te bi želio upozoriti na previše detaljne i/ili preskriptivne zahtjeve za objašnjenje od strane nacionalnih nadležnih tijela.

1.8. EGSO savjetuje EK-u da razmotri mogućnost privlačenja institucionalnih ulagača poput privatnih mirovinskih fondova da ulažu u ta rastuća tržišta MSP-ova, pružajući im poticaje, posebice u pogledu poreznog tretmana. Države članice trebale bi istražiti mogućnosti za uvođenje više privlačnih sustava potpore za investicije na nacionalnoj razini.

1.9. Ugovori o likvidnosti izrazito su dobrodošli, posebice za slabije razvijena tržišta. EGSO vjeruje da će 29. režim za ugovore o likvidnosti koji je pripremila Europska komisija, uz nacionalno zakonodavstvo, stvoriti dodatne mogućnosti za izdavatelje.

1.10. EGSO bi želio istaknuti da je potrebna temeljita i redovita procjena učinka. Kada bi se izrađivale na godišnjoj bazi, te bi procjene pružale vrijedne informacije za buduće promjene regulatornog okvira.

## 2. Prijedlog Europske komisije

2.1. Ovaj prijedlog uredbe dio je plana o uniji tržišta kapitala i odnosi se na specifične promjene u funkcioniranju rastućih tržišta malih i srednjih poduzeća (MSP-ovi), koji su regulirani od siječnja 2018. godine. EU je ostvario znatan napredak u pogledu povećanja broja izvora financiranja koji poduzećima postaju dostupni tijekom njihova postupnog rasta i šire dostupnosti financiranja na tržištima kapitala u cijelom EU-u. Već su uvedeni novi propisi kojima se promiču ulaganja iz europskih fondova poduzetničkog kapitala (EuVECA) u novoosnovana te mala i srednja poduzeća. Komisija i Europski investicijski fond pokrenuli su program paneuropskih krovnih fondova poduzetničkoga kapitala (VentureEU).

2.2. Glavni cilj prijedloga jest olakšati uvrštenje malih i srednjih poduzeća na burzu i uporabu tržišta kapitala za financiranje njihova rasta. Prijedlogom je obuhvaćena prilagodba početnog okvira koja je korak naprijed prema poboljšanoj i djelotvornijoj uredbi.

2.3. Prijedlog se primjenjuje na sva poduzeća koja su uvrštena na rastuća tržišta malih i srednjih poduzeća, bez obzira na to radi li se o MSP-u. Time se prije svega jamči da se brzorastuća poduzeća ne kažnjava zbog njihovih pozitivnih ekonomskih rezultata, ali i mogućnost tih tržišta da privuku i velika poduzeća. Zbog uvođenja tih novih pravila Komisija očekuje da će se više multilateralnih trgovinskih platformi registrirati kao rastuća tržišta MSP-ova (dosad su to učinile samo tri platforme od njih ukupno 40).

2.4. Prijedlogom su obuhvaćene olakšice kojima bi se:

- smanjio teret MSP-ova povezan s vođenjem evidencija i objavljivanjem informacija uz istodobno očuvanje cjelovitosti tržišta i sveobuhvatnog dotoka informacija ulagateljima;
- stvorila zajednička pravila za ugovore o likvidnosti na rastućim tržištima MSP-ova, čime bi se omogućio porast likvidnosti dionica;
- izdavateljima omogućilo izdavanje manje zahtjevnog prospekta prilikom pokušaja prijenosa na regulirano tržište (novom se kategorijom prospekta o prijenosu izdavateljima koji su uvedeni prije barem tri godine omogućuje lakši prelazak radi pristupanja glavnim burzama, odnosno usmjeravanje na bolju likvidnost i veći broj ulagatelja).

### 3. Opće napomene

3.1. MSP-ovi čine 99,8 % svih nefinancijskih poduzeća u EU-u, stvaraju oko 58 % ukupne dodane vrijednosti i zapošljavaju više od 90 milijuna ljudi. Međutim, oko 200 000 MSP-ova ode u stečaj svake godine, što utječe na više od 1,7 milijuna radnika <sup>(3)</sup>.

3.2. Prema ispitivanju ulaganja za 2016./2017. koje je proveo EIB, kada je riječ o ulaganjima, MSP-ovi uobičajeno ovise o unutarnjim sredstvima (više od 60 %) <sup>(4)</sup>. Ostatak uglavnom čine bankovni instrumenti. Ne ostvaruje se potencijal financiranja na tržištima kapitala. EGSO smatra da je njegovo veće ostvarenje ključno za inovativna poduzeća ili za poduzeća s visokim profilom rizika i prinosa.

Tablica 1.

#### Izvori financiranja ulaganja u posljednjoj financijskoj godini, EU28 <sup>(5)</sup>

	Mikro	Mala	Srednja	Velika
Interni fondovi ili zadržana dobit	71	64	59	57
Vanjsko financiranje	28	35	38	38
Bankovni krediti	60	60	57	54
Drugi načini bankovnog financiranja	11	8	10	11
Leasing	18	23	24	23
Factoring	2	3	3	4
Posudba od obitelji/prijatelja	4	2	1	1
Bespovratna sredstva	4	3	4	3
Obveznice	0	0	1	4
Kapital	0	0	0	1
Drugo	1	1	1	1
Financiranje unutar grupe	0	1	3	5

*Napomena:* Sva poduzeća koja su ulagala u posljednjoj financijskoj godini (isključujući odgovore ne znam/odbijam odgovoriti).

3.3. EGSO bi želio istaknuti nevoljkost MSP-ova da traže financiranje od financijskih tržišta i njihovu spremnost da trpe povećane troškove financiranja putem bankovnog kredita. Ova je kulturna karakteristika jedan od glavnih čimbenika razlike između europskog tržišta kapitala i uspješnijeg američkog, uz manju ovisnost američkih poduzeća o bankovnim zajmovima. Daljnje financijsko obrazovanje od temeljne je važnosti.

<sup>(3)</sup> Marcin Szczepanski, *Helping European SMEs to grow: Start-up and scale-up initiatives for business ventures in the EU* („Pružanje potpore rastu europskih malih i srednjih poduzeća: inicijative za osnivanje i rast namijenjene poslovnim pothvatima u EU-u”).

<sup>(4)</sup> EIBIS 2016/2017: *Surveying Corporate Investment Activities, Needs and Financing in the EU* („Ispitivanje aktivnosti korporativnog ulaganja, potreba i financiranja u EU-u), Europska investicijska banka, 2017.”).

<sup>(5)</sup> Apostolos Thomadakis, *Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible?* („Razvijanje tržišta kapitala EU-a za MSP-ove: nemoguća misija?”) ECMI Commentary br. 46, 4. rujna 2017.

3.4. U drugim mišljenjima EGSO je već spomenuo svoje vjerovanje da „u politikama EU-a za MSP-ove i trenutnim mehanizmima potpore i dalje prevladavaju birokratski pristup i složena administrativna pravila, unatoč stalnim naporima na razini EU-a u pogledu smanjenja administrativnog opterećenja”<sup>(6)</sup>.

3.5. EGSO je već izrazio svoju podršku ostalim prijedlozima usmjerenima na smanjenje administrativnog opterećenja izdavatelja u pogledu izdavanja prospekata, posebice kad je riječ o MSP-ovima, čestim izdavateljima vrijednosnih papira i sekundarnim izdanjima<sup>(7)</sup>. Nadalje, EGSO je pojasnio da, „iako su bankovni zajmovi postali stvarnost, pristup vlasničkom kapitalu također je potreban, ali u Europi nije dovoljno razvijen zbog represivnog režima oporezivanja, nedostatka kulture privatnog vlasničkog kapitala, loše financijske pismenosti i rascjepkanih stečajnih mehanizama”<sup>(8)</sup>.

3.6. EGSO podupire inicijativu Europske komisije da smanji administrativno opterećenje MSP-ova, čime im se olakšava pristup tržištima kapitala i povećanje raznolikosti njihovih izvora financiranja. EGSO također podupire navedeni cilj ovoga prijedloga, odnosno povećanje likvidnosti dionica koje izdaju izdavatelji rastućih tržišta MSP-ova.

3.7. Iako su prednosti uvrštenja MSP-ova na tržišta namijenjena njima očite i iako se time poboljšavaju njihove mogućnosti financiranja te povećava raznolikost tih mogućnosti, javna tržišta u EU-u zapravo teško privlače nove izdavatelje, a broj inicijalnih javnih ponuda nije u znatnom porastu. Tek je 3 000 od više od 20 milijuna postojećih MSP-ova uvršteno na burzu, a u odnosu na stanje prije financijske krize, broj inicijalnih javnih ponuda upola se smanjio. Nedostatna likvidnost na tim tržištima podrazumijeva veće troškove za izdavatelje prilikom prikupljanja kapitala, a vlasnici kapitala teže se odlučuju na ulaganje, što znači da su tržišni posrednici manje skloni podržati mala poduzeća koja su uvrštena na burzu.

3.8. Financiranje vlasničkim kapitalom ključno je za inovativna poduzeća koja stvaraju vrijednost i ostvaruju rast, posebice za poduzeća s visokim profilom rizika i prinosa. Financiranje vlasničkim kapitalom u početnoj i ranoj fazi može pospješiti stvaranje i razvoj, a ostalim instrumentima vlasničkog financiranja, kao što su specijalizirane platforme za javno uvrštavanje MSP-ova, mogu se pružiti financijska sredstva za MSP-ove usmjerene na rast te inovativne MSP-ove. Nadalje, kad je riječ o MSP-ovima koji nemaju kolateral, imaju negativan ili neredovit novčani tok ili kojima je potrebno duže razdoblje dospijeca kako bi im se ulaganja isplatila, financiranje vlasničkim kapitalom može biti pogodnije od financiranja dugova<sup>(9)</sup>.

3.9. Tržišta EU-a i dalje su rascjepkana i čini se da ne mogu podržati velik broj inicijalnih javnih ponuda. Europa naizgled ima jak položaj kada su u pitanju rastuća inovativna visokotehnološka poduzeća, no kada im zatrebaju znatna ulaganja kapitala, ta poduzeća najčešće odlaze u stečaj. I brzorastuća poduzeća često napuštaju tržište EU-a i odlaze na tržište SAD-a u potrazi za pristupačnijim mogućnostima trgovanja dionicama.

3.10. Poduzeća koja su uvrštena na burzu manje ovise o bankovnom financiranju, imaju pristup većem broju investicijskih fondova i istaknutiji profil u javnosti. Međutim, potrebno je i više od toga kako bi se razvio pogodniji regulatorni okvir kojim bi se podupirao pristup javnom financiranju za mala i srednja poduzeća, posebice promicanjem oznake rastućih tržišta malih i srednjih poduzeća. Ujedno se s pomoću odgovarajuće regulacije treba postići prava ravnoteža između zaštite ulagatelja i cjelovitosti tržišta.

3.11. Mala i srednja poduzeća s diversificiranim izvorima financiranja čvršća su i konkurentnija jer imaju koristi od smanjenih troškova i bolje razvojne perspektive. Time se omogućuju jačanje tržišta rada i bolje mogućnosti za građane koji traže posao, bez obzira na njihov stupanj obrazovanja.

3.12. EGSO preporučuje da Europska komisija razmotri uvođenje daljnjih olakšica u pogledu pravila i uvjeta na rastućim tržištima MSP-ova, kako bi ih se bolje diferenciralo od uređenih tržišta i učinilo ih se privlačnijima kao tržišta početne razine.

<sup>(6)</sup> SL C 345, 13.10.2017., str. 15.

<sup>(7)</sup> SL C 177, 18.5.2016., str. 9.

<sup>(8)</sup> SL C 288, 31.8.2017., str. 20.

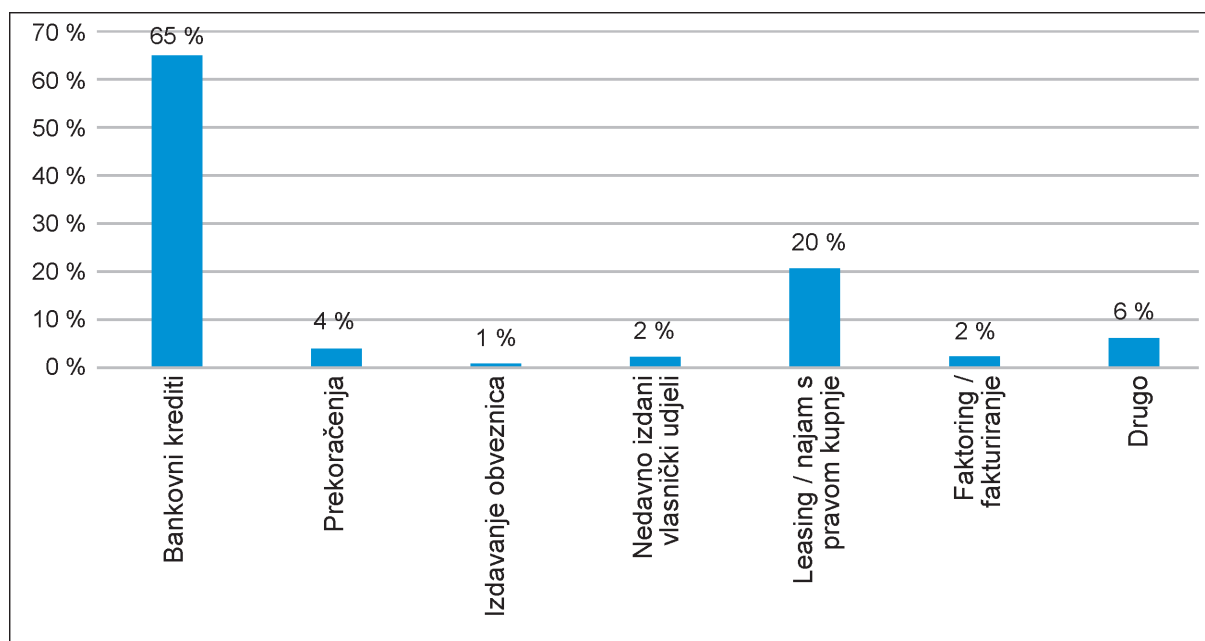
<sup>(9)</sup> Iota Kaousar Nassr i Gert Wehinger, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs* („Mogućnosti i ograničenja javnih tržišta vlasničkog kapitala za MSP-ove”), OECD Journal: Financial Market Trends (List OECD-a: „Kretanja na financijskom tržištu”) 2015/1, 49. – 84.

#### 4. Posebne napomene

4.1. EGSO u potpunosti podupire trenutačne napore koji se u okviru plana o uniji tržišta kapitala ulažu u pretvaranje tržišta kapitala u vjerodostojnu alternativu za financiranje. Međutim, i dalje se čini da trenutačni napori nisu dovoljni za smanjenje znatnih prepreka koje trenutačno postoje na tržištu. Čini se da MSP-ovi svoje financiranje i dalje obavljaju na isti način te je iz tog razloga potrebno učiniti više. Europska komisija priznala je da to samo jedan korak naprijed, a ne potpuno rješenje svih izazova s kojima se suočavaju tržišta kapitala.

Tablica 2.

**Vrste financiranja za koje MSP-ovi smatraju da tijekom sljedeće tri godine trebaju biti zastupljeniji u kombinaciji za financiranje, EU28 <sup>(10)</sup>**



4.2. EGSO smatra da su predložene mjere korak u pravom smjeru iako preostaje vidjeti hoće li se s njihovom pomoći zaista smanjiti troškovi izvršenja obveza, smanjiti opterećenja i promicati likvidnost tržišta, s obzirom na to da su svi ti ciljevi prilično ambiciozni.

4.3. EGSO smatra da je uzrok niskog broja MSP-ova koji dobiju pristup financiranju na tržištima kapitala nedostatak komunikacije na nižim razinama. Poruke i alati na razini EU-a ne dosežu dno lanca, odnosno ciljane MSP-ove. Nekoliko je razloga za to, prije svega u nedostatnoj proaktivnoj komunikaciji i interakciji između Bruxellesa i država članica te udruženja MSP-ova, socijalnih partnera i gospodarskih komora. EGSO je u svojem prethodnom mišljenju <sup>(11)</sup> upozorio na to, no zasad su zapažena tek neznatna poboljšanja.

4.4. S druge strane, nizak broj institucionalnih ulagatelja u dionice i tržišta obveznica MSP-ova može se objasniti manjkom poticaja koji se daju tim ulagateljima, posebice kad je riječ o poreznim tretmanima. EGSO savjetuje Komisiji da razmotri tu mogućnost.

4.5. EGSO pozdravlja predloženo produljenje roka za dva dana kako bi se transakcije osoba na rukovodećim položajima javno objavile. To je važan alat za očuvanje transparentnosti i simetrije novonastalih tržišta, no rok od tri dana MSP-ovima je predstavljao ključno ograničenje. EGSO smatra da će predložena izmjena dovesti do pojednostavnjenja postupka u teškim razdobljima ili razdobljima u kojima poduzeća imaju mnogo posla. EGSO preporučuje Komisiji da istraži načine na koji se administrativni teret može prenijeti s poduzeća na druge aktere, kao što su nacionalna nadležna tijela.

<sup>(10)</sup> Apostolos Thomadakis, Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible? („Razvijanje tržišta kapitala EU-a za MSP-ove: nemoguća misija?”) ECMI Commentary br. 46, 4. rujna 2017.

<sup>(11)</sup> SL C 345, 13.10.2017., str. 15.

4.6. EGSO je već izrazio svoju punu potporu pojednostavnjenju i racionalizaciji zahtjeva za prospekte koji se objavljuju kada se vrijednosni papiri nude na reguliranim tržištima, čime će postati troškovno učinkovitiji i korisniji ulagateljima u pogledu sadržanih informacija <sup>(12)</sup>. Svaki novi prijedlog kojim se približava ostvarenju tog cilja više je nego dobrodošao. S obzirom na veliku količinu informacija koje poduzeća na rastućim tržištima MSP-ova moraju objaviti u skladu s Uredbom o zlouporabi tržišta i Direktivom 2014/65/EU, EGSO smatra da je jednostavniji prospekt o prijenosu dostatan kad je riječ o poduzećima koja prelaze na regulirano tržište.

4.7. Nadalje, EGSO bi podržao postupno pojednostavljenje prospekta o prijelazu na uređeno tržište za poduzeća koja su razuman broj godina uvrštena na rastuća tržišta MSP-ova.

4.8. EGSO pozdravlja prijedlog da se zadrži samo popis stalnih upućenih osoba za poduzeća uvrštena na rastuća tržišta MSP-ova jer je broj zaposlenika koji imaju pristup povjerljivim podacima ograničen i uglavnom se ne mijenja. To predstavlja značajno smanjenje administrativnog opterećenja.

4.9. EGSO podupire izmjene u režimu istraživanja tržišta jer će zahvaljujući predloženim izmjenama izdavatelji na rastućem tržištu MSP-ova jednostavnije izdavati obveznice poduzeća. U pogledu obrazloženja koja su izdavatelji na rastućem tržištu MSP-ova dužni pružiti u slučaju kašnjenja s javnim objavljivanjem povlaštenih informacija, EGSO vjeruje da pojašnjenja koja su na *ad hoc* osnovi zatražila nacionalna nadležna tijela, nakon obavijesti od strane izdavatelja, ne bi trebala biti previše detaljna ili pretjerano preskriptivna.

4.10. Uredba o zlouporabi tržišta predstavlja izvor administrativnih i pravnih troškova i može se gledati kao prepreka za izdavatelje iz trećih zemalja da budu uvršteni na tržištima EU-a. EGSO preporučuje da se uvedu daljnje izmjene kako bi se prilagodilo zahtjevima za rastuća tržišta MSP-ova.

4.11. Iako su ugovori o likvidnosti dobrodošli, posebice kada se radi o nerazvijenim tržištima, Prijedlog bi na europskoj razini stvorio ravnopravne uvjete na kojima se može graditi povoljno okruženje na lokalnoj razini. EGSO vjeruje da će 29. režim za ugovore o likvidnosti na kojem Europska komisija trenutno radi, stvoriti mogućnosti za izdavatelje na tržištu da na temelju nacionalnog zakonodavstva, ako postoji, ili propisa na europskoj razini uspostave ugovor o likvidnosti.

4.12. Prijedlog Komisije predstavlja konačni korak naprijed. Međutim, EGSO smatra da bi trebale postojati redovite procjene učinka sa širokim pristupom podacima koji nisu povjerljivi i analizama na temelju kvantitativnih pokazatelja.

Bruxelles, 19. rujna 2018.

Predsjednik  
Europskog gospodarskog i socijalnog odbora  
Luca JAHIER

---

<sup>(12)</sup> SL C 177, 18.5.2016, str. 9.